

Les contreparties centrales et le risque systémique

Nikil Chande, Nicholas Labelle et Eric Tuer

INTRODUCTION

Les infrastructures des marchés financiers ont pris une part importante dans la crise financière de 2007-2009. Elles ont agi dans certains cas comme une force stabilisatrice en permettant la poursuite des opérations même lorsque l'incertitude entourant le risque de crédit des institutions participantes a atteint son point culminant¹. Par exemple, les systèmes de paiement et de règlement au Canada ont bien fonctionné pendant la crise et, même dans les pays les plus directement touchés par celle-ci, les systèmes nationaux de traitement des paiements de grande valeur ont continué de fonctionner harmonieusement². En outre, malgré les volumes record enregistrés sur les marchés des changes, la CLS Bank a continué de gérer efficacement le risque de règlement sur ces marchés pendant la crise et la période qui a suivi³.

À d'autres moments, les faiblesses des infrastructures ont accru l'incertitude, et par-là même, causé des perturbations sur les marchés et intensifié le risque systémique⁴. Ainsi, les dysfonctionnements des marchés des produits dérivés de gré à gré ont peut-être accentué la crise (Wilkins et

Woodman, 2010; Duffie, Li et Lubke, 2010)⁵. Sur les marchés des pensions, l'incertitude qu'avaient les participants au sujet de l'évaluation des garanties et du réseau d'expositions bilatérales entre les institutions financières a exacerbé leur aversion pour le risque de contrepartie, au point de pousser un grand nombre d'entre eux à se retirer des opérations (Banque des Règlements Internationaux, 2010b). L'illiquidité des marchés des pensions a été un facteur important dans le quasi-effondrement de Bear Stearns et son rachat subséquent par JPMorgan Chase en mars 2008 (Fleming, Hrungr et Keane, 2010).

Afin de résoudre certains des problèmes survenus pendant la crise, les autorités ont préconisé un plus grand recours à une catégorie particulière d'infrastructure, soit les contreparties centrales (CC). Il s'agit d'entités financières qui prennent une position acheteur ou vendeur dans le cadre du processus dit de « novation ». Parmi les avantages qui leur sont habituellement associés, on compte la diminution du risque de contrepartie, l'efficacité accrue de la compensation et l'atténuation de la possibilité de propagation des tensions à l'échelle du système financier.

Au vu de ces avantages, les dirigeants du G20 réunis en septembre 2009 au sommet de Pittsburgh ont convenu que « tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être [...] compensés par des contreparties centrales d'ici la fin 2012 au plus tard » [traduction] (Groupe des Vingt, 2009)⁶. Cet engagement a été réaffirmé au sommet de Toronto, en juin 2010 (Groupe des Vingt, 2010). De façon plus générale, « les autorités envisagent actuellement, dans le cadre d'un certain nombre d'initiatives, de

1 Voir par exemple Banque d'Angleterre (2009, p. 5), BCE (2009, p. 29) et FMI (2010, p. 4).

2 Le fonctionnement harmonieux des systèmes de traitement des paiements de grande valeur témoigne de la réussite des efforts concertés que les banques centrales ont déployés au cours des deux dernières décennies en vue d'atténuer le risque de crédit associé à ces systèmes.

3 Le risque de règlement s'entend du « risque que le règlement dans un système de transfert de fonds ou de titres ne s'effectue pas comme prévu » (CSPR-OICV, 2004, p. 74). Bien que l'élimination du risque de règlement par la CLS Bank ait permis aux marchés des changes de fonctionner sans interruption, certains marchés (contrats à terme et swaps en particulier) ont connu des épisodes d'illiquidité au deuxième semestre de 2008 (CLS Group, 2009, p. 12).

4 On entend globalement par risque systémique la probabilité que le système financier ne puisse soutenir l'activité économique (M. Carney, 2010).

5 La Banque de France (2010) présente également des points de vue intéressants sur les produits dérivés de gré à gré et la stabilité financière.

6 Au sommet de Pittsburgh, les dirigeants du G20 ont également convenu que « tous les contrats de produits dérivés de gré à gré normalisés devront être échangés sur des bourses ou des plateformes de négociation électronique, lorsqu'il y a lieu » [traduction] (Groupe des Vingt, 2009).

Encadré 1

La Corporation canadienne de compensation de produits dérivés devient une contrepartie centrale pour le marché canadien des opérations de pension

La Banque du Canada estime que le marché des pensions est un marché de financement essentiel pour les institutions financières (Fontaine, Selody et Wilkins, 2009)¹. Au plus fort de la crise financière en septembre-octobre 2008, ce marché a connu des épisodes d'illiquidité, le risque de contrepartie préoccupant de plus en plus les institutions et les bilans se resserrant.

Pour veiller au fonctionnement continu de ce marché de financement essentiel, l'Association canadienne du commerce des valeurs mobilières a déposé, avec l'appui de la Banque du Canada, une demande de propositions en vue de la création de services de contrepartie centrale pour les opérations de pension. C'est la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CCCPD) qui a été retenue, en décembre 2009, pour fournir ces services.

La CCCPD exploite actuellement la principale contrepartie centrale au Canada pour les dérivés financiers cotés en bourse. Avec ses partenaires, elle s'attache maintenant à mettre sur pied graduellement — à partir de 2011 — une contrepartie centrale pour les opérations de pension. Étant donné le rôle de soutien important que les services offerts par la CCCPD auront pour le marché des pensions, la Banque prévoit de surveiller officiellement le système dès son entrée en activité. La surveillance d'un système de compensation et de règlement nécessite sa désignation par le gouverneur de la Banque du Canada aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* ainsi que l'accord du ministre des Finances selon lequel cette désignation est dans l'intérêt du public².

¹ Voir également M. Carney (2008) au sujet des marchés continus.

² On se référera aux travaux d'Engert et Maclean (2006) pour de plus amples renseignements sur le rôle que joue la Banque du Canada dans la surveillance des systèmes de compensation et de règlement et le processus de désignation.

faire appel à des contreparties centrales ou à d'autres mécanismes de compensation centralisée dans l'espoir de résoudre les questions ayant trait à la résilience des infrastructures de marché, à l'opacité des marchés, à la liquidation ordonnée des garanties et à la gestion du risque de contrepartie » [traduction] (Comité sur le système financier mondial, 2010, p. 20). À titre d'exemple, en ce qui concerne le Canada, il a été décidé de mettre en œuvre une contrepartie centrale pour le marché des pensions à l'aide de la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés (CCCPD) (**Encadré 1**)⁷.

Bien conçues, les contreparties centrales contribueront à améliorer la résilience du système financier. Pour procurer des avantages optimaux, elles devront être dotées de solides mécanismes de contrôle des risques et faire l'objet d'une surveillance rigoureuse. Dans cette optique, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) sont en train de revoir leurs normes relatives à la fiabilité et à la solidité des infrastructures des marchés financiers, y compris les CC⁸. Appelées à appliquer ces normes dans le cadre de leurs activités de surveillance, les autorités telles que la Banque du Canada doivent adopter un point de vue systémique et faire en sorte que les mécanismes de contrôle des risques et les pratiques opérationnelles des

CC favorisent le bon fonctionnement des marchés. Dans le présent rapport, nous abordons trois éléments essentiels concernant les CC qui demanderont un traitement concerté de la part des autorités, à savoir la procyclicité des marges prescrites, la gestion des défauts, ainsi que les exigences de fonds propres et les mécanismes de résolution.

LES AVANTAGES ET LES INCONVÉNIENTS DES CONTREPARTIES CENTRALES

En vue d'une mise en contexte, nous commencerons par décrire les trois principaux avantages que l'on associe habituellement aux CC.

Tout d'abord, la gestion du risque de crédit peut être facilitée pour les adhérents compensateurs de la CC. En effet, grâce à la novation (**Encadré 2**), le risque de crédit des parties initiales à la transaction est transféré à la CC. Le risque n'est pas éliminé pour autant, mais est géré par la CC et redistribué en fonction d'un ensemble préétabli de règles déterminant la partie qui sera exposée aux pertes en cas de défaillance d'un adhérent (Ripatti, 2004). De fait, une CC bien gérée peut éviter que des préoccupations excessives au sujet du risque de contrepartie nuisent aux marchés en période de crise. Elle peut aussi réduire le coût et l'asymétrie de l'information associés à la gestion du risque de crédit, chaque participant pouvant compter sur la CC, qui a une meilleure vision d'ensemble des interdépendances et de l'exposition au risque au sein du système (Bliss et

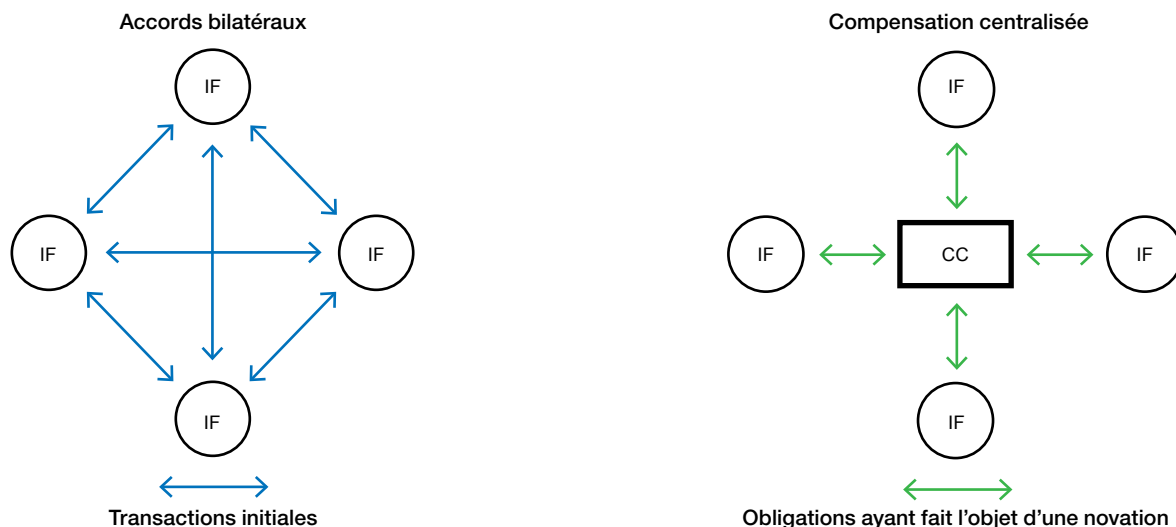
⁷ Voir Banque du Canada (2009b).

⁸ Pour des précisions sur l'examen des normes, voir le communiqué de la BRI (2010a).

Le processus de novation

Une contrepartie centrale (CC) est une entité de l'infrastructure du marché financier qui s'interpose entre deux parties à une transaction. Par l'entremise du processus appelé « novation », le contrat initial entre le vendeur et l'acheteur (tous deux des institutions financières) est annulé et remplacé par deux contrats équivalents : l'un entre le vendeur et la CC et l'autre entre l'acheteur et la CC. Une fois que la novation prend effet, les obligations

qui se rattachent au contrat initial cessent de lier les institutions financières concernées l'une envers l'autre, mais les lient désormais à la CC. C'est ce qui distingue fondamentalement la compensation centralisée par l'entremise d'une CC de la compensation décentralisée au moyen d'accords de règlement bilatéraux (Bliss et Steigerwald, 2006).



Steigerwald, 2006). La plus grande transparence des marchés qui résulte de la mise en place d'une CC peut également aider les autorités de réglementation à surveiller le risque systémique et à l'atténuer.

L'efficacité accrue de la compensation est un deuxième avantage important offert par les CC⁹. Un adhérent peut avoir des contrats s'équilibrant dans une certaine mesure, c'est-à-dire des positions acheteur et vendeur sur le même produit. Une fois la novation réalisée, les contrats sont compensés mutuellement, ce qui réduit les transactions à dénouer et les expositions qui en découlent sous la forme d'obligations de paiement ou de livraison de titres, lesquelles peuvent également être compensées. Par conséquent, en compensant les contrats ainsi que les obligations de paiement et de livraison de titres connexes, la CC réduit simultanément les risques de contrepartie et de liquidité auxquels s'expose chacun des adhérents. Une telle compensation multilatérale

peut d'ailleurs aider ces derniers à faire des économies en matière de nantissement puisque les garanties qu'ils doivent fournir correspondent à une exposition nette inférieure. Enfin, elle peut contribuer à un allègement du bilan des participants. Comme ceux-ci peuvent compenser simultanément les passifs et les actifs associés aux contrats, la gestion de leur bilan est d'autant plus efficace. En période difficile, cet avantage est susceptible d'atténuer les pressions s'exerçant dans le sens d'une forte réduction du levier financier, laquelle peut être déstabilisatrice comme on l'a observé dans certains marchés pendant la crise financière.

Troisièmement, dans l'éventualité d'une défaillance d'un adhérent, un solide mécanisme de gestion des défauts peut réduire le risque de contagion aux autres adhérents et à d'autres marchés. Si les garanties données à la CC par l'adhérent défaillant sont insuffisantes, les pertes résiduelles sont partagées parmi les adhérents non défaillants aux termes d'ententes préétablies. Ce processus permet d'atténuer à la fois les incertitudes en période de tensions et les conséquences sur chaque adhérent, réduisant du même coup le risque de contagion (Bliss et Papathanassiou, 2006).

⁹ Le passage d'accords bilatéraux à des contreparties centrales n'améliore pas nécessairement la compensation dans tous les cas, notamment si l'activité de compensation est trop fragmentée (Duffie et Zhu, 2010).

L'optimisation de ces avantages passe par une bonne gestion des CC, par de solides mécanismes de gestion des risques et par une surveillance efficace, parce que, par définition, une CC concentre en une seule et même entité des risques qui sont décentralisés dans le cas des accords bilatéraux¹⁰. Par exemple, à titre de contrepartie pour tous les adhérents compensateurs, la CC assume entièrement le risque de crédit et est donc susceptible de subir des pertes si l'un des adhérents fait défaut. Le risque d'évaluation est également canalisé dans la CC, laquelle détermine le risque de contrepartie à partir des cours du marché et d'un modèle d'établissement des prix. La CC est aussi exposée au risque de liquidité, car, si une défaillance survient, elle doit continuer de remplir rapidement ses obligations envers les adhérents non défaillants. Le risque opérationnel revêt une importance toute particulière pour une CC, car les pannes des systèmes, une erreur humaine ou des perturbations provoquées par des événements extérieurs peuvent avoir de vastes conséquences. Elle fait face également au risque du banquier si une banque commerciale qui lui fournit un compte aux fins des règlements en espèces n'est plus disposée ou apte à offrir ces services¹¹. Compte tenu de la concentration de tous ces risques en son sein, la contrepartie centrale doit être conçue de façon à en atténuer efficacement les répercussions.

Globalement, les CC se révèlent très prometteuses pour réduire le risque systémique et renforcer la stabilité financière, du fait qu'elles s'attaquent aux lacunes qui caractérisent les accords bilatéraux existants.

LA PROTECTION DU SYSTÈME FINANCIER

Étant donné le rôle grandissant qu'elles sont appelées à jouer, il est essentiel que les CC soient protégées adéquatement par des mécanismes de contrôle rigoureux et une surveillance efficace. Un travail considérable a déjà été accompli pour soumettre les pratiques de gestion des risques des CC à des normes rigoureuses. Par le truchement du CSPR et de l'OICV, les banques centrales et les autorités de réglementation en valeurs mobilières ont publié un document intitulé *Recommandations pour les contreparties centrales* (CSPR-OICV, 2004), qui présente 15 normes internationales que les CC devraient suivre pour gérer adéquatement les risques importants auxquels elles sont exposées. Ces recommandations s'étendent au risque juridique, aux conditions de participation, au risque de contrepartie, aux procédures de défaut, au risque opérationnel, ainsi qu'à la gouvernance et à la transparence des CC. De plus, le CSPR et l'OICV ont publié des lignes directrices sur l'application des recommandations pour les CC

qui mènent des activités de compensation des produits dérivés de gré à gré (CSPR-OICV, 2010).

Compte tenu de la volonté des autorités de réglementation de renforcer les infrastructures des marchés financiers, le CSPR et l'OICV s'emploient actuellement à améliorer leurs normes, notamment celles qui concernent les CC. Les nouvelles normes insisteront vraisemblablement encore davantage sur la nécessité d'avoir des ressources financières suffisantes (fonds propres et liquidités) pour pouvoir résister à une, voire à deux défaillances majeures. Une protection adéquate contre les risques et une surveillance rigoureuse des CC sont de toute évidence primordiales pour réduire le risque systémique.

Pour que les CC atteignent les objectifs fixés par les autorités, celles-ci ne doivent pas se limiter à la protection de chaque CC mais doivent veiller à ce que les mécanismes de contrôle des risques et les pratiques opérationnelles des CC favorisent le bon fonctionnement du système financier.

Nous allons maintenant aborder trois questions importantes pour la protection du système financier : 1) la procyclicité des marges, 2) la gestion du défaut d'un adhérent et 3) les exigences de fonds propres et les mécanismes de résolution pour les CC.

La procyclicité des marges

La procyclicité s'entend des effets de rétroaction entre le système financier et l'économie réelle qui peuvent amplifier le cycle économique et exacerber l'instabilité financière¹². Par exemple, lorsque les marchés sont en proie à des tensions, les garanties exigées et les décotes peuvent augmenter sensiblement en raison de la volatilité ou de l'illiquidité des actifs sous-jacents¹³. Au sommet de Toronto qui a eu lieu en juin 2010, les leaders du G20 ont convenu de prendre des mesures en vue de réduire la procyclicité des décotes et des marges prescrites pour les opérations de financement des titres et les transactions de produits dérivés de gré à gré (Groupe des Vingt, 2010).

Les CC peuvent contribuer à résoudre les problèmes de procyclicité découlant des accords bilatéraux de plusieurs façons (Cecchetti, Gyntelberg et Hollanders, 2009; Comité sur le système financier mondial, 2010). Par exemple, en atténuant les préoccupations liées au risque de contrepartie pendant les périodes de tensions, elles peuvent stimuler les opérations sur des marchés qui risqueraient, sinon, de devenir illiquides. De même, comme des garanties sont imposées à chacun des adhérents, l'augmentation poten-

¹² La procyclicité dans le système financier est traitée dans plusieurs rapports de la Banque du Canada (2009a).

¹³ Les importants appels de marge que prévoient les accords bilatéraux peuvent avoir un effet déstabilisateur. Ainsi, l'appel de marge auquel a procédé JPMorgan à l'encontre de la société Merrill Lynch explique peut-être la vente de cette dernière à Bank of America le 14 septembre 2008 (J. Carney, 2008). JPMorgan a également demandé la remise de 8,6 milliards de dollars à Lehman Brothers dans les quatre jours qui ont précédé sa mise en faillite, le 15 septembre 2008, dont 5 milliards le dernier jour (Stempel, 2010).

¹⁰ Un sommaire des risques que les CC doivent gérer figure dans CSPR-OICV (2004, p. 8).

¹¹ Les CC tiennent souvent des comptes de règlement auprès des banques centrales plutôt que des banques commerciales afin d'atténuer ce risque du banquier.

tielle des exigences à ce chapitre en période de crise sera moins marquée que si aucune garantie n'avait été prélevée au départ, ce qui a souvent été le cas dans le cadre d'accords bilatéraux¹⁴. Enfin, du fait que l'efficacité de la compensation associée aux CC réduit le volume de contrats en cours des adhérents, l'accroissement des exigences en matière de garanties à la suite d'une brusque poussée de volatilité du marché touche naturellement un moins grand nombre de contrats.

Les CC peuvent contribuer à réduire la procyclicité, mais elles font tout de même face à certains défis. Leurs pratiques de gestion des risques sont largement tributaires du calcul et du recouvrement des marges auprès des adhérents pour couvrir les risques auxquels les exposent les contrats ayant fait l'objet d'une novation¹⁵. Ces calculs se fondent habituellement sur des prix historiques observés sur des périodes relativement courtes. Par conséquent, les garanties exigées des adhérents peuvent augmenter abruptement à la suite d'un accès de volatilité des marchés.

Comme l'illustre le **Graphique 1**, les marges prescrites par la CCCPD pour le SXF, un contrat à terme fondé sur l'indice S&P/TSX 60 qui est négocié à la Bourse de Montréal, peuvent être procycliques. Par exemple, elles ont augmenté considérablement dans la foulée de la chute spectaculaire de cet indice pendant la crise financière. Les marges en dollars exigées ont ainsi bondi de 149,7 % entre le 9 et le 10 octobre 2008.

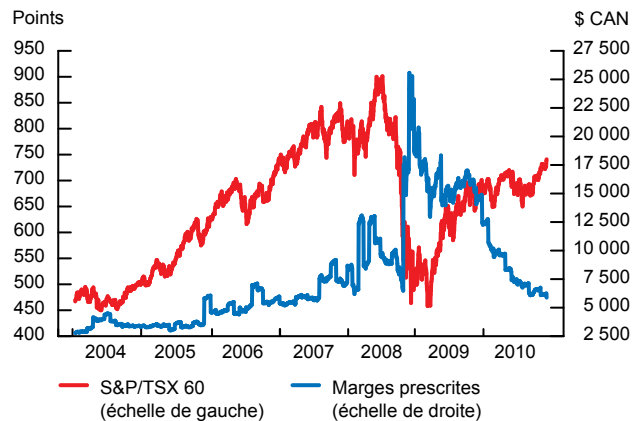
En exigeant des niveaux de garantie plus élevés en période de volatilité accrue, les CC peuvent mettre à mal des participants aux marchés déjà fragiles, voire les déstabiliser. Si une CC doit se protéger adéquatement contre le risque, elle doit aussi tenir compte des effets de ses interventions sur le fonctionnement des marchés.

Pour s'attaquer à la procyclicité des marges dans les opérations de prêt garanti et les transactions de produits dérivés, le Comité sur le système financier mondial a recommandé aux autorités et aux CC d'examiner les conséquences de l'imposition de marges et de décotes établies sur l'intégralité du cycle (Comité sur le système financier mondial, 2010). Cette démarche peut aider à éviter le cumul d'un levier financier excessif pendant les périodes favorables et une réduction perturbatrice de celui-ci pendant les périodes difficiles.

Il existe plusieurs approches possibles pour le calcul des marges en fonction de l'intégralité du cycle, mais peu de recherches ont été effectuées à ce sujet, et aucun consensus ne se dégage sur celle qui conviendrait le mieux. L'une des options consiste à utiliser une marge plancher, qui corres-

Graphique 1 : Les marges prescrites peuvent être procycliques

Marges prescrites associées au SXF



Sources : Bloomberg et CCCPD

Dernière observation : 5 novembre 2010

pond au niveau minimum d'intervalles de marge (exprimés en pourcentage) que chaque adhérent doit maintenir. Ce plancher peut contribuer à prévenir le cumul d'un levier excessif pendant la phase d'expansion du cycle financier, car même lorsque la volatilité décroît, les adhérents doivent conserver un niveau de garantie minimum. Il en découle donc un coût plus élevé pour les garanties pendant les périodes de faible volatilité, mais une augmentation moins marquée des exigences en la matière lorsque les marchés subissent des turbulences. Autre option : les CC pourraient, en consultation avec les autorités, élargir la liste des garanties admissibles en période de tensions, mais en appliquant des décotes plus importantes. En effet, lorsqu'une crise survient, il se peut que les adhérents compensateurs aient plein d'actifs de qualité inférieure susceptibles de servir de garanties, et dont aucun autre usage ne soit envisageable. On devrait s'attendre à moins de perturbations en autorisant les adhérents à gager ce type d'actifs qu'en les contraignant à liquider rapidement des contrats de produits dérivés ou à acquérir, moyennant de courts préavis, de nouvelles garanties de grande qualité sur des marchés passablement tendus.

En résumé, comme les CC sont vouées à jouer un rôle de plus en plus important dans le système financier, elles doivent veiller à ce que les marges qu'elles exigent soient moins procycliques. Pour ce faire, elles doivent, de concert avec les autorités, réévaluer la structure actuelle des cadres de gestion des risques.

La gestion des défauts

Comme les autorités de réglementation encouragent un recours accru aux CC et pourraient exiger, pour certains produits financiers, la compensation par des CC, celles-ci doivent être prêtes à gérer les défaillances de leurs adhérents pour se protéger elles-mêmes et pour protéger les autres adhérents et le système financier dans son ensemble.

¹⁴ Par exemple, dans les marchés des produits dérivés de gré à gré, une grande part du risque de contrepartie n'est pas couverte par des garanties suffisantes (Singh, 2010).

¹⁵ Les marges couvrent le mouvement maximum de la valeur d'un contrat compte tenu d'un intervalle de confiance et d'une période de liquidation donnés. Le fonds de compensation représente une réserve secondaire de garanties si la marge du défaillant est insuffisante et est habituellement calculé au moyen de scénarios de crise.

Défaillance des adhérents d'une contrepartie centrale

Une défaillance s'entend du manquement à l'une des exigences imposées par la CC, par exemple le non-paiement d'obligations en espèces, la non-livraison de titres ou l'incapacité de respecter les exigences en matière de garanties. Les problèmes de non-paiement et de non-livraison sont les plus graves étant donné que la CC doit payer les montants en espèces ou livrer les valeurs connexes aux autres adhérents. Si des exigences supplémentaires en matière de garanties ne sont pas satisfaites à la suite d'un accès de volatilité des marchés, la CC est toujours en mesure de remplir ses obligations à l'égard des adhérents, mais elle est aussi exposée à un risque de crédit non couvert (selon son modèle de gestion du risque). La CC ou les adhérents non défaillants subis-

sent des pertes à l'issue d'un cas de non-paiement ou de non-livraison seulement si le défaillant n'a pas donné de garantie suffisante.

Dans l'éventualité de la défaillance d'un adhérent, la CC peut transférer ou couvrir les positions que celui-ci détient, ce qui peut prendre du temps, en particulier lorsque les marchés sont tendus, et nécessiter des ressources humaines et techniques considérables. En dernier recours, une CC peut user de son pouvoir discrétionnaire pour forcer une liquidation des positions, ce qui peut entraîner des pertes pour les autres adhérents, potentiellement obligés de remplacer les transactions connexes en pleine période de tensions.

La gestion des défauts étant un processus dynamique et incertain, les CC conservent habituellement une grande discrétion (**Encadré 3**).

Une situation de défaut expose la CC, ses adhérents et l'ensemble du système financier à de très grandes difficultés. Et comme les activités d'entités liées au défaillant peuvent être suspendues au sein d'autres CC (comme ce fut le cas lors du dépôt du bilan de Lehman Brothers Holdings), il est possible que plusieurs CC importantes tentent de transférer, de couvrir ou de liquider des positions simultanément. L'établissement de liens entre des CC actives dans différents pays, qui deviendra vraisemblablement une exigence des clients d'envergure internationale, rendra encore plus complexe le processus de gestion des défaillances¹⁶.

Compte tenu de la complexité du processus de gestion des défaillances, il est difficile de prédire les ressources financières dont une CC aura besoin pour bien gérer une telle situation, surtout en période de tensions. Ce phénomène tient notamment au nombre limité de soumissionnaires disposés et aptes à faire l'acquisition de gros portefeuilles. Par exemple, en septembre 2008, la division agissant comme contrepartie centrale pour le groupe CME (CME Clearing) a décidé de ne pas liquider les contrats de dérivés privés de Lehman Brothers Inc. sur le marché¹⁷. En revanche, CME a tenu deux adjudications les 14 et 17 septembre 2008, en sélectionnant les soumissionnaires en fonction de leurs fonds propres et de leur expertise de la gestion des risques, ainsi que de la concentration potentielle des parts du marché (Valukas, 2010, p. 1846). À la première adjudication, cinq des

six sociétés retenues ont présenté des offres, qui impliquaient toutes des pertes importantes pour Lehman Brothers Inc. sous forme de transferts de garanties (Valukas, 2010, p. 1846). À l'occasion de la deuxième adjudication, trois des cinq sociétés soumissionnaires ont acquis les contrats de Lehman Brothers Inc. (Valukas, 2010, p. 1851). Dans ce cas particulier, CME a placé les positions de Lehman Brothers Inc. en mode « liquidation » en raison de l'insécurité financière générale suscitée par le dépôt du bilan de Lehman Brothers Holdings Inc. (Valukas, 2010, p. 1848). En d'autres mots, CME n'a pas eu à faire face à un défaut de paiement, de livraison de titres ou de marge de la part de Lehman Brothers Inc., ce qui aurait été encore plus difficile à gérer.

Pouvoir compter sur des garanties suffisantes pour couvrir les pertes potentielles est une chose, mais avoir accès à des liquidités et des titres en quantité suffisante pour remplir les obligations de paiement et de livraison à temps en est une autre. Pour gérer ce risque de liquidité, les CC acceptent des garanties liquides de grande qualité, surveillent les décotes et les limites de concentration et maintiennent des lignes de liquidité auprès des institutions financières et des banques centrales¹⁸. En imposant des normes en matière de garanties acceptables et en faisant appel à des limites de concentration, les CC peuvent liquider des garanties tout en réduisant au minimum les pertes et les répercussions sur les marchés. Toutefois, la vente de garanties s'accompagne parfois de retards de règlement¹⁹.

¹⁸ L'apport de liquidités par les banques centrales est généralement une mesure de dernier recours pour répondre à des pressions systémiques lorsque l'apport du secteur privé n'est pas disponible ou est insuffisant. Les CC enregistrées en tant que banques ont accès aux facilités des banques centrales, ce qui n'est pas forcément le cas des CC non bancaires.

¹⁹ Au Canada, les bons du Trésor du gouvernement fédéral font l'objet d'un règlement le jour même dans le CDSX, mais le règlement peut prendre jusqu'à trois jours pour les autres obligations du gouvernement canadien, de sorte que la CC n'obtiendrait pas les liquidités à temps pour remplir ses obligations le jour de la défaillance.

¹⁶ Les préoccupations portent notamment sur le partage des responsabilités en matière de gestion des risques, les rapprochements comptables et la résolution de poursuites découlant d'une défaillance à l'échelle de plusieurs pays.

¹⁷ Lehman Brothers Inc. était une filiale de Lehman Brothers Holdings Inc.

Les lignes de liquidité, qui doivent généralement être garanties par la CC, peuvent permettre de combler l'écart entre les obligations de la CC à un moment donné et la garantie qu'elle peut convertir en liquidités. Ces facilités donnent également la possibilité aux CC de remplir leurs obligations en espèces en temps opportun, sans précipiter la vente des garanties et perturber ainsi le fonctionnement des marchés. Comme l'apport de liquidités peut atténuer l'incidence d'une défaillance sur le système financier, les CC doivent absolument avoir accès à des lignes de liquidité solides.

Comme il a déjà été indiqué, les circonstances entourant une défaillance ont un caractère dynamique et incertain, ce qui explique que les CC conservent généralement un certain pouvoir discrétionnaire quant aux règles à appliquer. Par exemple, elles ne sont pas tenues habituellement de respecter des échéanciers précis pour remplir leurs obligations de paiement en espèces et de livraison de titres à l'issue de la défaillance d'un adhérent. Ce pouvoir donne à la CC la souplesse nécessaire pour se protéger et protéger les adhérents restants, mais aussi pour réduire au minimum les répercussions sur les marchés de ses activités de gestion des contrats du défaillant, de liquidation des garanties ou d'obtention de valeurs. Ce faisant, la CC peut toutefois nuire à la stabilité financière si elle tente d'atténuer les pertes par des ventes inconsidérées d'actifs ou des opérations précipitées de transfert, de couverture ou de liquidation des positions du défaillant. Par conséquent, à mesure qu'elles prennent de l'importance, les CC devront élaborer des principes en consultation avec les parties prenantes afin d'encadrer ce pouvoir discrétionnaire de façon à promouvoir la transparence et à réaliser un juste équilibre entre la protection de leurs intérêts et ceux des adhérents non défaillants tout en contribuant à stimuler la stabilité financière.

En somme, pour réduire le risque systémique par un plus grand recours aux CC, les autorités doivent avoir l'assurance que la gestion des défauts mise en place par les CC sont à la hauteur des enjeux auxquels elles sont exposées.

Les exigences de fonds propres et les mécanismes de résolution

La proposition visant à réduire les interdépendances du système financier au moyen des CC oblige à créer des entités dans lesquelles se concentrent les risques. Les défaillances des CC sont rares, mais elles existent²⁰. Des cadres bien définis sont donc nécessaires pour améliorer les méthodes de gestion des fonds propres, ainsi que des mécanismes assurant une résolution ordonnée en cas de défaillance d'une CC.

La mise en œuvre de normes pour la gestion des fonds propres est un processus important qui n'en est qu'à ses débuts. Ces normes devraient englober des exigences minimales de fonds propres pour les CC à titre de mesure préventive, mais aussi de réserve en cas de défaillance ou de protection contre des risques sans lien avec une défaillance. Des exigences relatives à la sûreté des fonds propres des CC devraient également être mises en œuvre. En outre, les autorités devraient envisager d'exiger, dans le cas de la défaillance d'un adhérent, que la CC expose une partie de ses fonds propres personnels avant ceux des adhérents restants. Cette approche, déjà mise en application par un grand nombre de CC, vise à les inciter encore davantage à mettre en œuvre de solides pratiques au chapitre de la gestion des risques. Enfin, tout plan en matière de gestion des fonds propres devrait prendre en compte le rôle que ceux-ci jouent dans la protection des CC contre le risque de crédit résiduel.

Pour réduire au minimum les perturbations susceptibles d'être provoquées par une défaillance ou une quasi-défaillance, les CC et les autorités de réglementation doivent mettre en place des mécanismes de résolution *ex ante*, notamment :

- des plans *ex ante* crédibles pour la mobilisation de fonds propres supplémentaires si les fonds propres tombent en deçà du seuil minimum fixé;
- des outils d'intervention précoce permettant aux autorités de prendre la relève des CC en difficulté;
- des plans de désengagement ou de transition qui réduisent au minimum les perturbations systémiques.

CONCLUSION

Les CC peuvent contribuer à réduire le risque systémique et à renforcer la stabilité financière. Leur réussite passe par une protection adéquate contre les risques et par une surveillance efficace de leurs activités, d'où les initiatives en cours visant l'amélioration des normes internationales relatives à la fiabilité et à la solidité des infrastructures des marchés financiers dont les CC. Les autorités doivent également prendre conscience que les CC sont appelées à jouer un rôle de plus en plus important et que celles-ci doivent agir de manière à promouvoir l'intégrité du système financier dans son ensemble. Parmi les questions importantes que les autorités devront traiter de manière concertée à partir de maintenant figurent la procyclicité des marges prescrites par les CC, la gestion des défauts et les mécanismes de résolution.

²⁰ La Caisse de Liquidation, à Paris (en 1974), la Kuala Lumpur Commodity Clearing House (en 1983) et la Hong Kong Futures Guarantee Corporation (en 1987) représentent trois exemples de défaillances de contreparties centrales (voir Ripatti, 2004, annexe 1). Dans les trois cas, une gestion des risques inefficace, des bulles financières et des krachs ont été en cause.

BIBLIOGRAPHIE

- Banque centrale européenne (2009). *Eurosystem Oversight Report 2009*. Internet : <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/eurosystemoversightreport200911en.pdf>.
- Banque d'Angleterre (2009). *Payment Systems Oversight Report 2008*. Internet : <http://www.bankofengland.co.uk/publications/psor/psor2008.pdf>.
- Banque de France (2010). « Produits dérivés : innovation financière et stabilité », *Revue de la stabilité financière*, juillet.
- Banque des Règlements Internationaux (2010a). *Standards for Payment, Clearing and Settlement Systems: Review by CPSS-IOSCO*, communiqué, 2 février. Internet : <http://www.bis.org/press/p100202.htm>.
- (2010b). *Strengthening Repo Clearing and Settlement Arrangements*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement. Internet : <http://www.bis.org/publ/cpss91.pdf>.
- Banque du Canada (2009a). « Rapports : La procyclicité dans le système financier », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 35-70.
- (2009b). *La Banque du Canada se réjouit de l'initiative visant l'amélioration de l'infrastructure des marchés de financement essentiels en dollars canadiens*, communiqué, 15 décembre. Internet : <http://www.banqueducanada.ca/fr/presse/2009/com151209.html>.
- Bliss, R. R., et C. Papathanassiou (2006). *Derivatives Clearing, Central Counterparties and Novation: The Economic Implications*, communication présentée dans le cadre du symposium intitulé « Issues Related to Central Counterparty Clearing » tenu conjointement par la Banque centrale européenne et la Banque fédérale de réserve de Chicago, 3 avril. Internet : http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/ccp/BlissPapathanassiou_final.pdf.
- Bliss, R. R., et R. S. Steigerwald (2006). « Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures », *Economic Perspectives*, Banque fédérale de réserve de Chicago, 4^e trimestre, p. 22-29.
- Carney, J. (2008). « Blood on the Street: JP Morgan Pushed Merrill Lynch into Bank of America Merger », *Business Insider*, 7 octobre.
- Carney, M. (2008). *La création de marchés continus*, discours prononcé devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni, Londres (Angleterre), 19 novembre.
- Carney, M. (2010). *Le programme de réduction du risque systémique du G20*, discours prononcé devant l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), Montréal (Québec), 10 juin.
- Cecchetti, S. G., J. Gyntelberg et M. Hollanders (2009). « Central Counterparties for Over-the-Counter Derivatives », *BIS Quarterly Review*, septembre, p. 45-58.
- CLS Group (2009). *Briefing on the Global FX Market and the Role of CLS Bank*. Internet : <http://www.cls-group.com/Publications/FX%20Market%20%20Role%20of%20CLS%20FINAL.pdf>.
- Comité sur le système financier mondial (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, coll. « CGFS Papers », n° 36. Internet : <http://www.bis.org/publ/cgfs36.pdf>.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2004). *Recommandations pour les contreparties centrales*, Banque des Règlements Internationaux. Internet : <http://www.bis.org/publ/cpss64fr.pdf>.
- (2010). *Guidance on the Application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC Derivatives CCPs: Consultative Report*, Banque des Règlements Internationaux. Internet : <http://www.bis.org/publ/cpss89.pdf>.
- Duffie, D., A. Li et T. Lubke (2010). *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 424.
- Duffie, D., et H. Zhu (2010). *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?*, document de recherche n° 2022, Graduate School of Business, Université Stanford.
- Engert, W., et D. Maclean (2006). « Le rôle de la Banque du Canada dans la surveillance des systèmes de compensation et de règlement », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 55-62.
- Fleming, M. J., W. B. Hrungr et F. M. Keane (2010). *Repo Market Effects of the Term Securities Lending Facility*, Banque fédérale de réserve de New York, coll. « Staff Reports », n° 426.
- Fonds monétaire international (2010). *United States: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation—Technical Note on Selected Issues on Liquidity Risk Management in Fedwire Funds and Private Sector Payment*, coll. « Country Reports », n° 10/122. Internet : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10122.pdf>.

- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- Groupe des Vingt (2009). *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*. Internet : <http://www.pittsburghsummit.gov/mediacenter/129639.htm>.
- (2010). *Déclaration du sommet du G-20 à Toronto*. Internet : <http://www.g20.utoronto.ca/2010/to-communique-fr.html>.
- Ripatti, K. (2004). *Central Counterparty Clearing: Constructing a Framework for Evaluation of Risks and Benefits*, Banque de Finlande, coll. « Discussion Papers », n° 30.
- Singh, M. (2010). *Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market*, document de travail n° 10/99, Fonds monétaire international.
- Stempel, J. (2010). « Lehman Sues JPMorgan for Billions in Damages », *Reuters*, 26 mai.
- Valukas, A. R. (2010). *Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner's Report*. Internet : <http://lehmanreport.jenner.com>.
- Wilkins, C., et E. Woodman (2010). « Le renforcement de l'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison, p. 41-48.